

المخاطر وتأثيرها على هدف تعظيم قيمة المنشأة

- د. يحيوش حسين كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري قسنطينة
 د. لطرش سميرة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري قسنطينة

الملخص

تتناول هذه الدراسة تأثير المخاطر على هدف تعظيم قيمة المنشأة، انطلاقاً من أن قيمة المنشأة تمثل العلاقة بين العوائد المتوقعة ودرجة المخاطر. هذا وان كانت المخاطر تقيس درجة تقلب التدفقات النقدية المستقبلية فان لها تأثير واضح على القيمة السوقية للسهم ومن ثم على قيمة المنشأة، لذلك كان لابد من التعرف على المخاطر التي يتعرض لها السهم وتحديد طرق قياسها من أجل تجنب خسارة ثروة المساهمين بالشكل الذي يؤثر سلباً على هدف المؤسسة.

Résumé

Cette étude traite l'impact des risques sur le but de maximisation de la valeur de l'entreprise, sur la base que la valeur de l'entreprise représente la relation entre les rendements attendus et le degré des risques.

Cela étant, si les risques mesurent le degré de volatilité des flux monétaires futurs, ils ont une incidence évidente sur la valeur marchande de l'action et en conséquence sur la valeur de l'entreprise, d'où la nécessité de déterminer les risques auxquels s'expose l'action et de trouver des moyens de les mesurer afin d'éviter la perte de richesse des actionnaires tout en évitant d'agir négativement sur le but de l'entreprise.

عند ممارسة نشاطها تقوم المنشأة باتخاذ جملة من القرارات تكون في مجملها موجهة نحو تحقيق الهدف العام المسطر، هذا الأخير الذي أثار جدلا كبيرا بين مفكري الإدارة المالية، فهناك من يعتبر هدف المنشأة هو تحقيق الربح، بينما يعتبر البعض الآخر أن تعظيم الثروة هو الهدف الأساسي لأي منشأة، منتقدين بذلك هدف الربح انطلاقا من مجموعة من المحددات، منها أنه يعد هدف قصير الأجل، فهو يمثل وجهة نظر محدودة، كما أنه لا يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، أي لا يأخذ بعين الاعتبار التوقيت الزمني للتدفقات النقدية الداخلة والتي يتوقع تحقيقها بعد اتخاذ قرارات استثمارية معينة، أضف إلى ذلك أنه يترتب عليه تدهور القيمة السوقية للسهم وهو ما يتعارض مع أهداف الملاك.

كما يعاب على هدف الربح إهمال عنصر المخاطرة أو درجة التأكد من تحقيق العوائد المتوقعة، حيث توجد علاقة عكسية بين هدف الربح (ربحية السهم الواحد) ودرجة المخاطرة، إذ أن درجة المخاطرة تزداد أو تنخفض حسب قدرة المنشأة على أداء التزاماتها، فكلما كانت المنشأة غير قادرة على سداد فوائد القروض -مثلا- نتيجة انخفاض إيراداتها كلما زادت درجة المخاطرة وهو ما يؤثر سلبا على هدف المنشأة، وهو تعظيم ربحية السهم.

انطلاقا من كل ذلك ونظرا لكون هدف المنشأة يعد الركيزة الأساسية لكل قراراتها، فلا بد أن يكون هذا الهدف محدد، دقيق وواضح ويأخذ بعين الاعتبار كل المحددات السابقة.

هذا ما جعل معظم مفكري الإدارة المالية يجمعون على أن تعظيم الثروة أو تعظيم القيمة السوقية للمنشأة أو القيمة السوقية للأسهم العادية أو تعظيم ثروة الملاك هو الهدف الذي يجب أن تسعى المنشأة لتحقيقه. وإذا كان الأمر كذلك فإن هذا يدفعنا للتساؤل عن ماهية قيمة المنشأة؟ ولماذا نتحدث عن هدف تعظيم قيمة المنشأة كهدف أساسي؟ وما هي المخاطر التي يمكن أن تؤثر على هذا الهدف؟ وكيف يمكن قياسها؟

I - قيمة المنشأة

لقد اختلف الباحثون والمهتمون بأمور الإدارة المالية حول مفهوم قيمة المنشأة. فمنهم من اعتبر أن تعظيم القيمة السوقية للمنشأة مرادف لتعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية، أي تعظيم ثروة الملاك، ومنهم من يرى خلاف ذلك. وفي هذا الصدد يشير "هالي وشول" إلى أنه وإن كان هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية يعد مرادفاً لهدف تعظيم ثروة الملاك، إلا أنه لا يعد بالضرورة مرادفاً لهدف تعظيم القيمة السوقية للمنشأة. (1)

إذ يجب الإشارة إلى أن هناك منشآت مسعرة في السوق المالي وأخرى غير مسعرة، بالنسبة للمنشآت المسعرة في السوق المالي يتم تقييمها بتقدير قيمة جانب الخصوم، ونقصد بذلك قيمة حقوق الملكية (القيمة السوقية للسهم مضروبة في عدد الأسهم) والأموال المقترضة.

أما المنشآت الغير مسعرة في السوق المالي كالمؤسسات العامة، أو الشركات الخاصة التي لم تطرح أسهمها للتداول في السوق المالي فيتم تقييمها باستخدام أسلوبين. أسلوب مضاعف الربحية (سعر السهم/ ربحيته)، والأسلوب الثاني يتمثل في تقييم أصول المنشأة وشهرة الحل، من خلال تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة لأصول المنشأة مطروحا منها القيمة الحالية لما عليها من التزامات، لنحصل على القيمة السوقية لحقوق الملكية.

I-1 - هدف تعظيم قيمة المنشأة :

" يعتبر تعظيم الثروة كهدف إستراتيجية مثلى - مقارنة بإستراتيجية تعظيم الربح كهدف - لعدة أسباب :

1- هي إستراتيجية طويلة الأجل، تعمل على تعظيم القيمة الحالية لاستثمارات الملاك، بإقرار المقترحات الاستثمارية التي تزيد من القيمة السوقية للأوراق المالية. وفي ظل هذه الإستراتيجية فإن المدير المالي يعمل في ظروف عدم التأكد، لذلك فهو يقارن بين العوائد المختلفة والمخاطر المصاحبة لكل منهما وهل يوجد ما يبرر الاستثمار وتحمل المخاطر أم لا، وعلى ضوء العلاقة بين العائد - والخطر - يمكنه بناء الإستراتيجيات التي تهدف إلى تعظيم ثروة الملاك في ظل المستوى المقبول من المخاطر.

2- تأخذ إستراتيجية تعظيم الثروة في الاعتبار أن الملاك يعطون أهمية خاصة للتوزيعات النقدية المنتظمة التي يحصلون عليها بصرف النظر عن حجمها- لذلك تعمل معظم الشركات في ظل افتراض أن سياسة التوزيعات لها تأثير في جذب مستثمرين جدد- وبذلك نجد أن للمعرفة بسياسة الشركة ومدى استقرارها بخصوص التوزيعات تأثير على القيمة السوقية للسهم. (2)

إن هدف تعظيم الثروة على العكس من هدف تعظيم الربح يأخذ في الحسبان حجم الأرباح، توقيتها، ودرجة التأكد من تحقيقها، فتتحقق ثروة المنشأة عندما يفوق صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة، صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، لأن ثروة الملاك هي الفرق بين إجمالي القيمة الحالية وتكلفة المنشأة.

وإذا كانت قيمة المنشأة هي حاصل قسمة العوائد المتوقعة على درجة المخاطر، فإن كل القرارات المتخذة على مستوى المنشأة والمتعلقة بكل جوانب النشاط لها تأثير على قيمة المنشأة، بمعنى لها تأثير على العوائد المتوقعة وعلى درجة المخاطرة. وعليه فإنه من أجل ضمان تعظيم قيمة المنشأة، فإنه من الضروري اتخاذ القرارات التي تحقق التوازن بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة، فمثلاً اتخاذ قرارات لزيادة نسبة السيولة في المنشأة من شأنه أن يقلل من درجة المخاطرة، لأنه سيسمح للمنشأة بمواجهة التزاماتها، في حين أن هذا القرار لن يؤدي إلى تحقيق الربح، نظراً لتفويت فرصة استثمار هذه الموارد المالية.

كذلك فإن القرارات المتعلقة بتقليل السيولة على أساس توجيهها للاستثمار، سوف تؤدي إلى زيادة درجة المخاطرة، لأن هذه القرارات سوف تضع المنشأة في موقف حرج اتجاه التزاماتها، غير أن هذه القرارات ستسمح بتحقيق الربح في الأجل الطويل.

وعليه نصل إلى نتيجة مفادها أن القرار السليم هو القرار الذي يؤدي إلى تعظيم قيمة المنشأة من خلال محاولة الموازنة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة. لكن هل محاولة الموازنة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة تكفي وحدها لتحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك؟

ظالماً أن ثروة الملاك أو القيمة الحالية لا يسهم بتحكم فيها مجموعة من العوامل، يبدو جلياً أنه يجب على الإدارة الإحاطة بهذه العوامل والتعرف على مدى تأثيرها على القيمة الحالية للسهم،

و من ثم ضبطها و السيطرة عليها بما يـ سمح بتحقيق الهدف ، لكن هذا مع افتراض ثبات باقي العوامل الاقتصادية الأخرى التي تخرج عن رقابة المنشأة و بالتالي لا تستطيع التحكم فيها.

2-1- العوامل المؤثرة على سعر السهم

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على سعر أو قيمة الورقة المالية ، نذكر منها

1- عوامل متعلقة بسوق رأس المال و بالحالة الاقتصادية العامة

من بين هذه العوامل نجد : اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الصعود أو الهبوط، منافسة الاستخدامات الأخرى لرؤوس الأموال، التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال... الخ

1.1. اتجاه أسعار سوق الأوراق المالية نحو الصعود أو الهبوط

و نقصد بذلك هل أن أسعار الأوراق المالية تتجه نحو الارتفاع أو نحو الانخفاض. هذا الاتجاه تتحكم فيه مجموعة من العوامل، نذكر منها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر، الكتلة النقدية المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية. فإذا زاد حجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية، سنسجل ظهور اتجاه لارتفاع أسعار الأوراق المالية نتيجة لزيادة الطلب، والعكس صحيح. بمعنى أن انخفاض حجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية سيؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية. بمعنى آخر أن المعروض منها يفوق الطلب عليها مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

و كخلاصة لكل ذلك يمكننا أن نقول أن اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الارتفاع أو الانخفاض يخضع لقانون العرض و الطلب على هذه الأوراق المالية. هذا العرض و الطلب الذي يتأثر بدوره بمجموعة من العوامل كحجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية ، واتجاهات و تفضيلات المستثمرين. حيث أن تفضيل المستثمر لمجال استثماري آخر غير مجال الأوراق المالية (كالذهب و العقارات)، سيؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها. كما يؤدي إلى انكماش سوق الأوراق المالية نتيجة لانخفاض عدد المتعاملين فيها ، والعكس صحيح.

2.1. منافسة الاستخدامات الأخرى لرؤوس الأموال

إن لاشتداد المنافسة بين مختلف المجالات التي يمكن أن يستثمر فيها رأس المال تأثيراً كبيراً على اتجاهات أسعار الأوراق المالية، خاصة إذا كانت القوة التنافسية لباقي المجالات أكبر من القوة التنافسية لمجال الاستثمار في الأوراق المالية. أو بتعبير أوضح إذا كانت باقي المجالات لها جاذبية أكبر للمستثمرين من مجال الاستثمار في الأوراق المالية، ويظهر هذا التأثير بشكل أكبر عند تدخل الدولة مثلاً. فمثلاً إذا كانت الدولة تهدف إلى تشجيع الاستثمار في مجال العقارات، سوف نجد أن السياسة العامة للدولة تستهدف إلى جذب المستثمرين إلى مجال العقارات مما يؤدي إلى انسحاب المستثمرين من الاستثمار في الأوراق المالية إلى الاستثمار في العقارات، وهو الأمر الذي سينتج عنه انخفاض في أسعار في الأسواق الأولى (الأشياء)، وارتفاعها في الثاني (العقارات).

3.1. التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال

قد تقوم بعض التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال بممارسة دورها في الاستثمار في الأوراق المالية أو في أي مجال آخر من مجالات الاستثمار.

و يجوز لرؤوس الأموال أن تقوم بالانسحاب من بعض مجالات التوظيف المالي بسبب وجود مخاطر معينة مثل مخاطر الحرب والاضطرابات الاجتماعية - كالإضراب - أو تعرض حق الملكية لبعض الاعتداءات - كالتأميمات - (3).

إن التغيرات النسبية لأسعار الفائدة على السندات تساهم في تحرك رؤوس الأموال نحو المناطق التي ترتفع فيها أسعار الفائدة، كما أن التغير في سعر الفائدة من شأنه كذلك أن يزيد حركة الإقراض الدولي.

توقعات أسعار الصرف هي بدورها تساهم في تحرك رؤوس الأموال بين الدول المختلفة، فمخاطر أسعار الصرف تساهم في تحويل الاستثمارات من دول إلى أخرى، وتخلق الرغبة في شراء العملات الأجنبية قصد تسوية معاملات مستقبلية، أضف إلى ذلك الاستقرار السياسي داخل الدولة، الذي يعد من العوامل المشجعة على جذب رؤوس الأموال.

2. عوامل متعلقة بالورقة المالية

تصدر الورقة المالية بسعر معين، وهو ما يعرف بالقيمة الاسمية، تتغير هذه القيمة فيما بعد أثناء التعامل بها بيعا وشراء، وهذا راجع لعدة عوامل، منها عوامل تتعلق بالورقة المالية في حد ذاتها، ومن بين هذه العوامل يمكن أن نذكر:

1.2. درجة العائد

من المعروف أن الفرد يقبل عادة على شراء الأوراق المالية التي تكون عوائدها مرتفعة، أو بتعبير آخر يقبل الأفراد على استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية التي تكفي عوائدها لتغطية المخاطر الناتجة عن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية. مع العلم أنه يوجد نوعين من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، الأ سهم وتعتبر الأرباح هي العوائد المنتظرة من وراء الاستثمار في الأ سهم، وهي متغيرة. و يوجد كذلك السندات التي تدر عائدا ثابتا و هو الفائدة. وعليه فان قيمة الورقة المالية تتغير تبعا لتغير عائدتها.

2.2. أهمية المدخرات

يجب أن نأخذ في الاعتبار أهمية المدخرات، إذ أن هذه المدخرات تعتبر ضمانا لثبات الربح ودوامه، كما أن هذه المدخرات تسمح بزيادة رأس المال عند الاقتضاء. (4)

2.3. الزيادة في رأس المال العيني

قد تؤدي الزيادة في أصول الشركة إلى ارتفاع في أسعار أوراقها المالية بطريقة غير مباشرة. كما أن اندماج شركة مع شركة أخرى سوف يؤدي إلى زيادة رأس مال الشركة وهو ما سينعكس ايجابيا على قيمة أوراقها المالية نتيجة لتطور أعمالها، وزيادة قوتها السوقية، زيادة مبيعاتها... الخ من الأسباب.

3- عوامل متعلقة بالمنشأة

من بين العوامل المؤثرة على سعر السهم والمتعلقة بالمنشأة نذكر:

3-1- ربحيته السهم

يعتبر صافي الربح المتوقع بعد الضريبة معياراً للأداء و مقياساً لمدى كفاءة إدارة المنشأة، لذلك فهو من العوامل الرئيسية التي يعتمد عليها المستثمرون عند اتخاذهم لقرارات الاستثمار في أسهم المنشأة ، فإذا كانت توقعات المستثمرين تشير إلى أنه ستكون هناك زيادة في صافي الربح بعد الضريبة ، سيزيد الطلب على أسهم المنشأة ، و هو ما سيؤثر إيجاباً على القيمة السوقية للسهم لترتفع بعد ذلك ، هذا طبعاً مع ثبات باقي العوامل الأخرى ، بعبارة أخرى اعتبار صافي الربح بعد الضريبة هنا العامل الوحيد المؤثر على القيمة الحالية للسهم.

و عليه يمكن القول أن هناك علاقة دالية بين القيمة الحالية للسهم و صافي الربح بعد الضريبة. « تعني العلاقة الدالية وجود دالة خطية مستمرة بين القيمة الحالية للسهم و صافي الربح المتوقع بعد الضريبة ، على الرغم من وجود عوامل عرضية لا تخضع لرقابة الإدارة تؤثر على هذه القيمة ، و لكن لا تلبث أن تعود القيمة إلى وضعها السابق عندما تستقر هذه العوامل »(5).

و اعتماداً على هذه العلاقة الدالية يمكن البحث عن القيمة السوقية للسهم بدلالة صافي الربح بعد الضريبة، كما يمكن إيجاد صافي الربح بعد الضريبة بدلالة القيمة السوقية للسهم.

3-2- زمن تحقق الربح

إن زمن تحقق الربح يعتبر من بين العوامل المهمة التي تؤخذ بعين الاعتبار من أجل تحقيق هدف تعظيم قيمة المنشأة ذلك لأنه يؤثر على هذه القيمة.

فعلى خلاف العلاقة الطردية بين القيمة الحالية للسهم و صافي الربح بعد الضريبة فإن هناك علاقة عكسية بين القيمة الحالية للسهم و زمن تحقق هذا الربح ، حيث أنه كلما زاد زمن تحقق الربح ، أو بتعبير آخر كلما زادت الفترة التي يجب انتظارها لتحقيق الربح المتوقع ، كلما انخفضت القيمة الحالية للسهم ، و على العكس من ذلك كلما انخفضت فترة الانتظار ، كلما زادت القيمة الحالية للسهم هذا طبعاً مع ثبات الربح و باقي العوامل الأخرى.

3.3. السيولة

إن السيولة المعرّفة من قبل معظم المفكرين بأنها القدرة على تحويل الأصول إلى نقدية، لها تأثير على قيمة المنشأة، أي على القيمة الحالية للسهم. يظهر هذا التأثير من خلال العلاقة الطردية بين نسبة السيولة و القيمة الحالية للسهم ، حيث أنه كلما زادت نسبة السيولة ، كلما زادت القيمة الحالية للسهم ، هذا مع ثبات العوامل الأخرى.

هذه العلاقة يمكن تفسيرها بكون أن كل زيادة في السيولة داخل المنشأة ستؤدي إلى التفكير في توجيه هذه الموارد المالية إلى مجالات استثمارية تسمح بتحقيق الربح في الأجل الطويل ، لكنها ستؤدي في نفس الوقت إلى زيادة درجة المخاطرة ، بمعنى أن الزيادة في السيولة التي ستوجه إلى الاستثمار ستجعل المنشأة تعاني من مشاكل مالية في الوقت الحاضر ، كعدم القدرة على مواجهة التزاماتها و هو ما يؤثر سلبا على القيمة الحالية للسهم ، لذا لا يمكن القول أن العلاقة بين القيمة الحالية للسهم و السيولة هي علاقة طردية بصورة مستمرة ، لذا يجب الأخذ بعين الاعتبار القدرة على أداء الالتزامات.

3-4 - القدرة على أداء الالتزامات

إن المقدرة على أداء الالتزامات تتوقف إلى حد كبير على النقدية التي تتوفر عليها المنشأة، و القدرة على أداء الالتزامات هي من بين المؤشرات الهامة التي يعتمد عليها المستثمرون عند اتخاذهم لقرارات الاستثمار في الأوراق المالية للمنشأة.

نظرا لكون التزامات المنشأة تختلف من حيث تواريخ استحقاقها، فإنه من الضروري تخصيص الأصول شديدة السيولة لمواجهة الالتزامات العاجلة، بينما تخصص الأصول الأقل سيولة لمواجهة الالتزامات الآجلة.

يتم التعبير عن العلاقة بين القيمة الحالية للسهم و القدرة على أداء الالتزامات من خلال البيانات المالية للمنشأة ، فأغلب مؤلفات الإدارة المالية تعتمد على النسبة بين إجمالي الأصول و

المديونية لتو ضيق هذه العلاقة، حيث « تزداد القدرة على أداء المديونية، كلما كان المعدل كبيرا ، و مع ثبات دوال ال سيولة و الربح ، تزداد قيمة ال سهم مع تزايد هذه النسبة لكن بمعدلات متفاوتة » (6). بمعنى أنه كلما زاد هذا المعدل — أي النسبة بين إجمالي الأصول و المديونية — كلما زادت القيمة الحالية لل سهم ، لكن بصورة تدريجية ، بمعنى أنه كلما زاد هذا المعدل كلما زادت القيمة الحالية للسهم ، لكن بمعدلات ضعيفة في المراحل الأولى ، و هي المراحل التي تسبق بلوغ هذا المعدل الواحد ، بعد هذا المستوى تكون الزيادة في القيمة الحالية أكبر مما كانت عليه في المرحلة الأولى، و تستمر في الزيادة إلى أن تصل إلى مستوى ، حيث أن كل زيادة في هذا المعدل (إجمالي الأصول / المديونية) لا تؤثر على القيمة الحالية للسهم.

4. عوامل فنية متعلقة بآليات خاصة بالبورصة

من بين العوامل الفنية الخاصة بآليات عمل البورصة يمكن أن نذكر؛ علم النفس المتعلق بالبورصة، درجة اتساع السوق، صفة حاملي الأوراق المالية، العمليات الآجلة.

1.4. علم النفس المتعلق بالبورصة

تتأثر البورصة كثيرا بتوقعات المتعاملين فيها، سواء كانت هذه التوقعات متشائمة أو متفائلة، إذ أن طبيعة هذه التوقعات يمكن أن تحدث فارقا كبيرا في أسعار الأوراق المالية هبوطا أو صعودا. فمثلا التنبؤ بحدوث حرب، أو ظهور إشاعات حول إمكانية تعرض شركة معينة للإفلاس من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض حاد في أسعار أوراقها المالية.

2.4. درجة اتساع السوق

يتسم السوق بالسعة Breadth Market عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع و الشراء، حيث يسهل في ظلّه إعادة الخلل في الأسعار بسرعة. وفي مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل القرار، كما يتوقع أن يقبل صانع السوق هامش صغير على أمل أن يعوض ذلك ارتفاع معدل دوران الورقة المعنية (7). و على العكس من ذلك فإن قلة عدد الأوراق المالية المتعامل بها في البورصة سيؤدي إلى حدوث انكماش، و كل هذا سيؤثر على كيفية تحديد أسعار

الأوراق المالية المتعامل بها، إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار كذلك أن هناك فرق بين اتساع السوق، وعمق السوق. فعمق السوق نقصد به أن تكون أوامر البيع والشراء مستمرة عند المستويات العليا، والدنيا لأسعار الأوراق المالية. أما اتساع السوق فنقصد به أنه بالإضافة إلى كون أوامر البيع والشراء مستمرة عند المستويات العليا والدنيا، فيجب أن تكون كبيرة كذلك.

4.3. صفة حاملي الأوراق المالية

تعتبر صفة حاملي الأوراق المالية من أهم العوامل التي تؤثر في أسعار الأوراق المالية من الناحية الفنية، إذ أن الأوراق المالية يتم تداولها بين العديد من الأيدي، وتصبح محفوظة في محافظ الأوراق المالية. ويقال أن الورقة "م صنفة" داخل محفظة الأوراق المالية، أي موضوعة طبقاً لترتيب معين لبقية الأوراق المالية الأخرى التي تشترك معها في بعض الخصائص، مثل وجود محفظة خاصة بالأسهم وأخرى خاصة بالسندات، ويكون سوقها أقل انتهاكاً من غيره من الأسواق الأخرى لتنوعها لأن تنوع الأوراق المالية داخل محفظة المضارب يؤدي إلى الحد من المخاطر.

وعليه يمكن القول كذلك أن طريقة إدارة محفظة الأوراق المالية تؤثر أيضاً على أسعار الأوراق المالية، ذلك لأن التنوع في مكونات المحفظة من شأنه أن يقلل من مخاطر التقلبات في أسعار ورقة مالية معينة، فبدلاً من تخصيص مبالغ مالية ضخمة للاستثمار في نوع واحد من الأوراق المالية، يمكن توزيع المبلغ المستثمر على أكثر من نوع من الأوراق المالية، لتفادي الخسائر التي قد تنتج عن حدوث انخفاض حاد في سعر ورقة مالية معينة، وهذا انطلاقاً من المثل الذي يقول "لا تضع كل البيض في سلة واحدة".

4.4. العمليات الآجلة

التغيرات السعرية التي تحدث في سوق العمليات الآجلة تكون أكبر من تلك التي تحدث في السوق العاجلة. حيث أنه في إطار سوق العمليات الآجلة يتم عقد صفقات بيع أو شراء على كميات كبيرة من الأوراق المالية، لكن لا يتم تنفيذها في الحال وإنما تؤجل إلى فترات لاحقة، وكذلك لا يتم دفع ثمنها فوراً، وهذا لتحقيق فارق في الأسعار بين تاريخ عقد الصفقة وتاريخ

تنفيذها وهو ما يعرف بالمضاربة. وقد ينتج عن المضاربة ارتفاع كبير و مفاجئ في أسعار الأوراق المالية، كما قد يحدث و أن تنخفض أسعار الأوراق المالية انخفاضاً محسوساً.

يجب الأخذ بعين الاعتبار أن صناع السوق يساهمون في تحديد أسعار الأوراق المالية انطلاقاً من حجم أوامر البيع و الشراء التي يتلقونها من المستثمرين، علماً أن المتخصصون هم الذين يمثلون صناع السوق في الأسواق المنظمة (البورصة) في الولايات المتحدة الأمريكية. بينما يعتبر التجار هم صناع السوق في الأسواق الغير منظمة. و يبدي صانع السوق استعداداً الدائم لبيع الأوراق المالية التي يرغب المستثمرون في شرائها، كما يبدي استعداداً بنفس الدرجة لشراء الأوراق المالية التي يرغب المستثمرون في بيعها أي أن صناع السوق يمارسون دور الوسيط بين أولئك الذين يرغبون في الشراء، وأولئك الذين يرغبون في البيع، ولكن نظراً لأن الراغبين في شراء و الراغبين في بيع ورقة مالية ما عادة ما يتخذون قراراتهم في توقيت مختلف، فان مخزوننا كافياً من تلك الورقة لا بد أن يكون متاحاً لدى صناع السوق و ذلك لتلبية طلبات العملاء (8).

تجدر الإشارة كذلك إلى محددات القيمة السوقية للورقة المالية، والمقصود بذلك عائد ومخاطر الاستثمار في الورقة المالية.

II- محددات القيمة السوقية للورقة المالية

لا يمكننا الحديث عن القيمة السوقية لأي ورقة مالية، دون التطرق إلى معدل العائد أو معدل الخصم، وهذا ما يتضح لنا جلياً من خلال مختلف النماذج المستعملة في تحديد القيمة الحالية للورقة المالية، حيث لا يمكننا أصلاً تحديد قيمة أي ورقة مالية دون تحديد معدل العائد، ويرتبط هذا الأخير ارتباطاً وثيقاً بالخطر الناتج عن الاستثمار في الورقة المالية، حيث أن عائد الأوراق المالية التي لها نفس تاريخ الاستحقاق متغير تبعاً للخطر الخاص بها.....، كلما كان الخطر المرتبط بالورقة المالية كبيراً، كلما كان عائد هذا الأصل مرتفعاً (9)

وعليه يعتبر العائد المتوقع و المخاطر العاملين الأساسيين في اتخاذ أي قرار استثماري، هذا وان كان من الصعب تحديد العائد المتوقع بدقة، إلا أنه يمكن وضع مجموعة من الاحتمالات لهذا العائد.5

1-1-1- العائد المتوقع من الاستثمار

يقصد بالعائد الدخل المقبوض في شكل توزيعات أو فوائد و/ أو قيمة مضافة عبر القيمة المثبتة (أو المسجلة) بالورقة المالية في شكل ربح في رأس المال، الذي توفره أو تحققه الورقة المالية للمستثمر فيها(10). ولحساب العائد التاريخي أو العائد المتولد عن الاستثمار في ورقة مالية معينة، يجب تحديد سعر الورقة المالية خلال فترة محددة، بالإضافة إلى تحديد التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر في نفس الفترة، وبذلك فإن العائد التاريخي يساوي الفرق بين سعر الورقة المالية في سنتين أو فترتين مختلفتين مضافا إليه التوزيعات في حالة الأسهم، أو الفوائد في حالة السندات، مقسوما على سعر الورقة المالية في سنة الأساس. وبصفة عامة يحسب العائد الإجمالي السنوي كما يلي:

$$\frac{\text{الدخل الموزع} + \text{الربح الرأسمالي}}{\text{قيمة الاستثمار المبدئي}} \times 360 \quad (11)$$

مدة الاستثمار بالأيام

قيمة الاستثمار المبدئي

من السهل الحصول على البيانات أو المعلومات التاريخية التي تمكن المستثمر من حساب العائد التاريخي للسهم أو للسند الذي يرغب في الاستثمار فيه، لكن الصعوبة تكمن في تقدير العوائد المستقبلية أو المتوقعة. وطالما أننا نشط في عالم يتصف بعدم التأكد فيما يخص التنبؤ بالمستقبل فإنه من الصعب جدا تحديد العائد المتوقع بدقة. وبالتالي لا يكون أمام المستثمر من خيار سوى وضع إطار للتوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع، والمقصود بذلك أن يقدر المستثمر عدد الاحتمالات الممكنة لتحقيق هذا العائد، ووزن كل احتمال، وقيمة العائد المقابلة في كل حالة. وإذا ما توصل المحلل إلى قيمة المتغيرات الثلاثة، حينئذ يمكنه تقدير العائد المتوقع من الاستثمار، والذي لا يخرج عن كونه المتوسط المرجح بالأوزان للعوائد المتوقعة في ظل كل احتمال و توضح المعادلة (1) كيفية حساب العائد المتوقع من استثمار ما، باستخدام فكرة التوزيع الاحتمالي المشار إليه.

$$(1) \dots\dots (11) \quad K = \sum_{S=1}^n MsHs$$

أو

$$K = M1H1 + M2 H2 + \dots + Mn Hn \quad (2 - 1)$$

حيث "K" تمثل القيمة المتوقعة للعائد، "n" تمثل عدد الاحتمالات، "Hs" تمثل وزن الاحتمال "s"، أما "Ms" فتمثل العائد المتوقع في ظل الاحتمال "s".

و يطلق الاحصائيون الرياضيون على القيمة المتوقعة بالعزم الأول First Moment للتوزيع الاحتمالي. أما العزم الثاني Second Moment للتوزيع الاحتمالي فيقصد به التباين Variance الذي يقيس المخاطر (13). لان التباين يمثل مربع الانحراف المعياري، ويمثل هذا الأخير مقياساً لدرجة تشتت معدلات العائد، حيث أنه كلما زاد التشتت في هذه المعدلات، كلما زادت المخاطر. ويرمز للانحراف المعياري بالرمز σ (Sigma)، بينما التباين هو مربع الانحراف المعياري σ^2 .

كما يمكننا استخراج قيمة العائد المتوقع من خلال معادلة تحديد القيمة العادلة لسهم، في إطار نموذج خصم التوزيعات، لكن يشترط في هذه الحالة أن يكون معدل نمو التوزيعات ثابت، وهو ما يجد من استخدام هذا النموذج، وهو ما يسمى بنموذج جوردن Gordon Model أو نموذج التوزيعات، أو نموذج مقسوم الأرباح.

هناك نموذج آخر لتحديد معدل العائد، يسمى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM. حيث يفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين R_m يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر زائداً علاوة المخاطر RISK PREMIUM أي أن:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + علاوة المخاطر أو.

$$(13) \quad R_m = R_f + R_p \quad (2)$$

$$= R_f + \beta (L - R_f) \quad (2-1)$$

حيث أن R_m = معدل العائد المطلوب (معدل الخصم) و سعر الفائدة السوقية.

$$Rf = \text{معدل العائد الخالي من المخاطر}$$

$$\text{Beta} = \text{معامل إحصائي}$$

$$L = \text{معدل العائد لمحفظة الأوراق المالية في السوق (محفظة السوق) (15)}$$

حيث يمثل Rf معدل العائد الخالي من المخاطر، والذي يقصد به سعر الفائدة الخاص بالأوراق المالية الحكومية و خاصة أذونات الخزينة ، حيث أن سعر الفائدة عليها منخفض جدا مقارنة بأسعار الفائدة الخاصة بالأوراق المالية الأخرى قصيرة الأجل، وهذا راجع لكونها خالية تماما من المخاطر.

أما "Beta" فهو المعامل الإحصائي الذي يقيس المخاطر النظامية، والتي يقصد بها المخاطر العامة الخاصة بالاقتصاد ككل، كمخاطر الركود ، الانكماش، ومخاطر التضخم... الخ.

و معامل بيتا هو مقياس لتوافق معدل عائد سهم معين مع عائد مجموعة من الأسهم في السوق و التي تشكل محفظة السوق، أو هي مقياس تقلب عائد السهم الواحد قياسا بمتوسط عوائد الأسهم في السوق (أي لمجموع الأسهم في السوق) يساوي 1 عدد صحيح . و لهذا فان عائد السهم الواحد سوف يتقلب صعودا ونزولا وفقا لتقلب عوائد المحفظة في السوق صعودا ونزولا.

و المعروف أن متوسط عوائد السوق في أمريكا يقاس عادة وفقا لمتوسط داو جونز (DOW JONES) أو وفقا للرقم القياسي لتداول أسهم نيويورك. (16)

انطلاقا من ذلك فانه إذا زاد معامل "بيتا" عن الواحد الصحيح، فان هذا يعني أن عائد السهم سيكون أكثر تقلبا من عائد محفظة السوق. و إذا انخفض معامل "بيتا" عن الواحد الصحيح، فان هذا يعني أن عائد السهم سيكون أقل تقلبا من عائد محفظة السوق. أما إذا كان معامل "بيتا" يساوي الصفر، فان معدل العائد سوف يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر. و إذا كان معامل "بيتا" يساوي واحد ، فانه لو تغير معدل العائد على أسهم المحفظة بنسبة 5% (زيادة أو نقصان)، فان ذلك سوف يؤثر على معدل العائد للسهم الواحد بنسبة 5% (زيادة أو نقصان).

2-II- المخاطر وعدم التأكد

الخطر المالي مرتبط بصورة أساسية بسيولة الاستثمار المعني، بمعنى قابلية الأصل لكي يحول إلى نقد في أسرع وقت ممكن و بدون خسارة في القيمة. (17)

هذا إذا ما تعلق الأمر بمسثمر يملك أوراق مالية مثلا ويرغب في بيعها، وعليه فان الخطر الذي يواجهه في هذه الحالة مرتبط بكيفية تخلص هذا المسثمر من الأوراق المالية التي بحوزته بالسعر المناسب، دون أن يحقق خسائر ناتجة عن الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع، وفي أسرع وقت ممكن. أما إذا كان التحليل منصب على مسثمر يرغب في الاستثمار (شراء) أصل معين، فان الخطر في هذه الحالة يظهر نتيجة عدم التأكد من التدفقات النقدية.

و يقدم بيتي و زملاؤه [PETTY ET AL , 1982, P 306] تعريفا آخر للمخاطر، إذ ينظرون إليها على أنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد (التدفقات النقدية) الذي سيتم الحصول عليه مستقبلا....و يشير قتمان [GITMAN, 1991, PP158-159] إلى وجود فرق بين المخاطر وعدم التأكد، ويتمثل هذا الفرق في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقيق التدفق النقدي. فالمخاطر تصف موقفا ما يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده في وضع احتمالات متعددة (توزيع احتمالي OBJECTIVE PROBABILITY DISTRIBUTION بشأن التدفقات النقدية المستقبلية(18)).

أما عدم التأكد فيقصد به أن المسثمر لا يحوز على أي معلومات تاريخية يمكن على أساسها وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية الممكن الحصول عليها مستقبلا عند الاستثمار في أصل معين. و إذا قام المسثمر بوضع توزيع احتمالي في ظل عدم التأكد، فان هذا التوزيع الاحتمالي سيكون موضوع على أساس شخصي، لأن المسثمر سيحدد هذا الإطار الاحتمالي، انطلاقا من قناعاته الشخصية، أو من خلال البيانات و المعلومات التي يصل عليها من مصادر مختلفة غير متاحة مباشرة. في حين في ظل المخاطرة يكون للمسثمر بيانات تاريخية متاحة لديه يمكن على أساسها وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، ويكون هذا التوزيع الاحتمالي موضوعي في هذه الحالة.

يتضح جليا أن الفرق بين المخاطرة و عدم التأكد يتمثل في الكيفية التي يتم بها وضع التوزيع الاحتمالي ، وبما أنه عند تقييم الاستثمار لا يتم الطريقة المعتمدة في إعداد التوزيع الاحتمالي ، فإنه يمكن في هذه الحالة اعتماد المصطلحين ليعنيان في نفس الوقت التقلب في التدفقات النقدية المستقبلية للاستثمار المعني.6

1. مفهوم المخاطر الكلية

مفهوم الخطر في المالية قريب جدا من مفهوم عدم التأكد. يمكن أن يكون كذلك لخطر الورقة المالية عدة مصادر، تميز بصورة خاصة المخاطر الاقتصادية (سياسية، طبيعية، التضخم... الخ) التي تهدد التدفقات المرتبطة بالأوراق المالية وتغير العالم الاقتصادي ، والأخطار المالية (سيولة، صرف، معدلات... الخ) (19)

إن المخاطر الكلية للاقتراح الاستثماري تزداد كلما زاد احتمال تشتت العائد عن قيمته المتوقعة ويمكن قياس التشتت كميا إما بالتباين أو بالانحراف المعياري.

نريد أن نشير إلى أنه يمكن اعتماد " الانحراف المعياري " كأساس للمفاضلة بين المقترحات الاستثمارية في حالة تساوي التدفقات النقدية المتوقعة من كل اقتراح استثماري. و عليه يكون الاستثمار الأفضل هو الذي يعطي أقل انحراف معياري، لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أنه لا يمكننا تطبيق هذه القاعدة، إذا كانت التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات المعروضة مختلفة، و للخروج من هذه الحالة يتم حساب نسبة الانحراف المعياري إلى القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية ، وهو ما يطلق عليه اسم " معامل الاختلاف " حيث :

$$\sigma$$

معامل الاختلاف = $\frac{\sigma}{\mu}$ (20)

$$\mu$$

تشير المعادلة إلى أن معامل الاختلاف يزدادنا بحجم المخاطر لكل وحدة من القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية . و بذلك فانه يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل استثمار، كأساس في تقدير حجم المخاطر الذي ينطوي عليه. ومن المتوقع في حالة تباين التدفقات النقدية أن يسفر أسلوب معامل الاختلاف و أسلوب الانحراف المعياري عن نتائج مختلفة بخصوص المخاطر.

2 . أنواع المخاطر الكلية

سبق وأن أوضحنا أن المخاطر تقيس مدى التقلب في التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا. و تنقسم المخاطر الكلية إلى قسمين أساسيين ؛ مخاطر منتظمة لا يمكن التخلص منها بالتنوع، ومخاطر غير منتظمة يمكن تجنبها بالتنوع.

1.2. المخاطر المنتظمة

المخاطر المنتظمة أو المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، وكما يظهر من تسميتها هي المخاطر العامة و التي تخص العوامل الكبرى لتطور المجتمع ، كالعوامل السياسية (الحروب، الثورات...الخ) ، العوامل الاقتصادية (الركود ، الانتعاش، التضخم، معدلات الفائدة...الخ) ، وغيرها من العوامل التي تخص البيئة الكلية للمنشأة، وعليه فانه من (20) الصعب جدا التخلص من هذه المخاطر بتنوع مكونات محفظة الأوراق المالية ، و ذلك بالاستثمار في الأوراق المالية لعدة منشآت، ذلك لأن الأوراق المالية لجميع هذه المنشآت ستكون معرضة لنفس المخاطر لكن بنسب مختلفة.

إلا أنه وحسب أسلوب " ماركوتز" في التنوع يمكن التقليل من المخاطر المنتظمة ، وذلك مثلا بالاستثمار في أوراق مالية دولية، بمعنى شراء أوراق مالية لمنشآت تعمل في دول خارج المحيط الكلي الوطني، ليكون بذلك الاستثمار في أوراق مالية لا تتعرض لنفس المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الأوراق المالية لمنشآت وطنية، بتعبير آخر محاولة شراء أوراق مالية يكون معامل " بيتا" فيها منخفض.

2.2 . المخاطر غير المنتظمة

المخاطر غير المنتظمة هي المخاطر المرتبطة بكل صناعة على حدا، أو كل قطاع نشاط على حدا، أو كل منشأة على حدا، وعليه يمكن التقليل أو التخلص من المخاطر غير المنتظمة بالا استثمار في الأوراق المالية لمزونات مختلفة، وذلك عملا بالقاعدة التي تقول " لا تضع كل البيض في سلة واحدة". ومن الأمثلة عن المخاطر غير المنتظمة، ركود سوق سلعة معينة (انخفاض الطلب على سلعة معينة)، تغير مجلس إدارة شركة معينة، ندرة مادة أولية معينة في السوق، إضراب العمال، تراكم ديون منشأة معينة، ظهور إشاعة عن احتمال إفلاس شركة معينة... الخ. و حيث أنها تؤثر . (21)

و في هذا الصدد يشير فرنسيس [Francis , 1986 , p 164] إلى أنه في مقدمة المنشآت التي تتسم بانخفاض نسبة المخاطر المنتظمة و ارتفاع نسبة المخاطر غير المنتظمة، شركات الأدوية ، وشركات الأغذية.

ففي مثل هذه المنشآت يكون الارتباط ضعيفا بين مستوى النشاط الاقتصادي في الدولة، و حجم مبيعات و أرباح و أسعار أسهم تلك المنشآت.

3 . مصادر المخاطر الكلية

يرجع ظهور المخاطر الكلية لمجموعة من العنا صر نذكر منها؛ مخاطر السوق، مخاطر سعر الفائدة؛ مخاطر الإدارة... الخ.

1.3. مخاطر الإدارة

تنشأ هذه المخاطر بصورة خاصة عن سوء الإدارة ، أو بتعبير أصح عن اتخاذ قرارات خاطئة قد تنعكس بصورة واضحة على القيمة السوقية للأوراق المالية. لذلك يجب على مسؤولي المنشأة الاعتماد على كل الطرق و التقنيات العلمية (رياضية، إحصائية، آراء الخبراء) في تسيير مختلف الأنظمة الفرعية (التحتية) في المنشأة و يقصد بذلك وظائفها المختلفة، بهدف التقليل قدر المستطاع من المخاطر التي قد تؤثر على مستقبل المنشأة.

2.3. مخاطر التوقف عن السداد

تتمثل مخاطر التوقف عن السداد، في عجز المنشأة عن سداد ديونها أو التزاماتها بسبب ضعف مركزها المالي، هذا الضعف نشأ أساساً عن عدم تقدير جيد للمنافذ التي يجب أن تستثمر فيها المنشأة أموالها مما يجعلها تواجه نقصاً في السيولة، وهو لا يعني بالضرورة عجزها التام عن تسديد ديونها، وبالتالي إعلان إفلاسها، وإنما قد تكون ظروف مؤقتة تمر بها المنشأة. مع ذلك فإنه في كلتا الحالتين ستتأثر القيمة السوقية للأوراق المالية لهذه المنشأة بهذه الظروف التي تمر بها. تجدر الإشارة كذلك إلى أن مخاطر التوقف عن سداد الالتزامات قد يكون مصدرها مخاطر منتظمة، كما قد يكون سببها مخاطر غير منتظمة.

3.3. مخاطر القوة الشرائية

تعتبر مخاطر القوة الشرائية من المخاطر المنتظمة، ونقصد بها انخفاض القيمة الحقيقية للأموال و ترتبط مخاطر القوة الشرائية بشكل كبير بمستوى التضخم، والذي نقصد به الارتفاع في المستوى العام للأسعار. و عليه فإنه في ظل انخفاض القوة الشرائية ستكون مجرأ على أن تدفع أكثر للحصول على نفس المنفعة التي كنت تحصل عليها قبل ارتفاع الأسعار. و إذا ما طبقنا ذلك على الأوراق المالية فيبدو جلياً أن انخفاض القدرة الشرائية للنقود سيؤثر على الاستثمار في هذه الأوراق

4.3. مخاطر سعر الفائدة

كما هو الشأن بالنسبة لمخاطر القوة الشرائية، تعتبر مخاطر سعر الفائدة كذلك من المخاطر المنتظمة. و عليه فإنه و مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، فإن ارتفاع معدلات الفائدة سوف يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية، والعكس صحيح؛ أي أن انخفاض سعر الفائدة سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية.

5.3. مخاطر السوق

تنشأ مخاطر السوق market risk نتيجة للاتجاهات الصعودية و التروية التي تطرأ على سوق رأس المال، لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية في الدولة، أو في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة.

ومن الأمثلة على مخاطر الأسواق التحويلات الاقترصادية و ال سياسية التي حدثت في أوروبا الشرقية، والتي امتدت آثارها لأسواق رأس المال في دول أخرى. وهناك كذلك أزمة أسواق رأس المال في جنوب شرق آسيا التي حدثت في أكتوبر 1997 لأسباب عديدة من بينها ضعف النظام المصرفي ثم ما لبثت أن انتقلت تلك الأزمة إلى أسواق العديد من دول العالم. وكما يبدو فإن مخاطر السوق هي مخاطر عامة أو منتظمة بطبيعتها. (22)

III- قياس المخاطر المنتظمة

عموماً يستخدم لقياس المخاطر المنتظمة "التغاير (covariance)"، ونقص ذلك التغاير بين عائد السهم و عائد سوق رأس المال. (20)

يرتبط التغاير ارتباطاً مباشراً بالمخاطر المنتظمة، فكلما زادت قيمة التغاير كان ذلك دليلاً على أن الحجم المطلق للمخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الورقة المالية كبيراً. هذا و يحدد اتجاه العلاقة بين عائد السهم و عائد السوق، إشارة التغاير. أو بعبارة أكثر دقة يحدد اتجاه العلاقة إشارة معامل الارتباط الذي هو أحد مكونات التغاير. و كقاعدة عامة يمكن القول أن معامل الارتباط (ط) أو بالأحرى مربع معامل الارتباط (ط)² الذي يطلق عليه الإحصائيين معامل التحديد هو أداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للسهم (عائد السهم) الذي يحدثه تغير في مستوى الأسعار في السوق.

و لما كان تغاير عائد محفظة السوق يساوي تباين ذلك العائد، فإن المقياس النسبي للمخاطر المنتظمة يمكن صياغتها في المعادلة التالية التي يطلق على ناتجها معامل بيتا.

$$\text{Beta} = G(i, v) / (\sigma v)^2 \quad (21)$$

الخاتمة

يعتبر هدف تعظيم قيمة المنشأة (ثروة الملاك) الهدف الأساسي الذي تسعى أي منشأة لتحقيقه، وهو بذلك يعد الأساس الذي تبني عليه كل القرارات في المنشأة.

غير أن هناك جملة من العوامل الداخلية والخارجية التي تؤثر على تحقيق هذا الهدف ، لذلك كان لزاما على المنشأة عند سعيها لتحقيق هدفها ومن أجل ضمان بقائها أن تأخذ بعين الاعتبار هذه العوامل مع محاولة مراقبتها والسيطرة عليها.

يندرج ضمن هذه العوامل المؤثرة على قيمة المنشأة ومن ثم على ثروة الملاك، عوامل مرتبطة بسوق رأس المال وبالحالة الاقتصادية العامة، عوامل متعلقة بالورقة المالية، عوامل متعلقة بالمنشأة في حد ذاتها، عوامل متعلقة بآليات عمل البورصة.

انطلاقا من ذلك يمكن القول أن قيمة المنشأة ومن ثم القيمة السوقية للأسهم تتحدد بناء على عنصرين أساسيين، هما العائد والمخاطر. حيث أن قيمة المنشأة تمثل حاصل قسمة العوائد المتوقعة على درجة المخاطر.

فالعائد يمثل التدفقات النقدية المتحصل عليها في صورة توزيعات، فوائد.. الخ، أما المخاطر المالية فهي تمثل مقياس لدرجة التقلب في العائد المتوقع الحصول عليه مستقبلا. كما أن هناك من يعرفها بأنها الخسارة الكلية أو الجزئية في ثروة المساهمين في المنشأة.

وبما أن المخاطر تمثل مقياس لدرجة التقلب في العائد كان لا بد من التعرف على هذه المخاطر وتحديد طرق قياسها، وفي هذا الإطار قسمنا المخاطر الكلية التي تؤثر على سعر الأسهم إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، هاته الأخيرة التي يمكن تجنبها بالتنوع أما المخاطر المنتظمة لا يمكن تجنبها بالتنوع ، و يستعمل لقياسها التغيرات أي التغيرات بين عائد السهم وعائد السوق ، إذ أن زيادة قيمة التغيرات يدل على أن المخاطر المنتظمة التي ستعرض لها الورقة المالية كبيرة ، وبناء على ذلك يتم اتخاذ القرار المناسب الذي يخدم هدف المنشأة.

قائمة المراجع:

- 1- بوراس أحمد، مصادر التمويل و قيمة المنشأة، دراسة لأثر سياسة توزيع أرباح الأسهم، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2001

- 2- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 16-17
- 3- سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة 2001، ص 393.
- 4- نفس المرجع السابق، ص 393.
- 5- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار و التمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص 21.
- 6- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار و التمويل، مرجع سابق، ص 27.
- 7- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 407.
- 8- سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 400.
- 9- YVES SIMON, préface ANDRÉ CHAÎNEAU, marchés des capitaux et taux d'intérêt, Ed ECONOMICA, Paris, 1975, P 86
- 10- JACQUES TEULIÉ, PATRICK TOPSACALIN, finance, VUIBERT, Paris, 1997, P 41.
- 11- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000 ص 117.
- 12- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 248، 249.
- 13- حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للطباعة و النشر و التوزيع، عمان، 1998، ص 343، 344.
- 14- نفس المرجع السابق، ص 343، 344.
- 15- PIERRE VERNIMMEN, finance d'entreprise, logique et politique, DALLOZ, Paris, 1976, p 22.
- 16- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 250.
- 17- VERNIMMEN , 2005, P04, www.Vernimmen.net / 15/03/2012/ 1 :30]
- 18- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية و صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص 255.
- 19- VERNIMMEN , 2005, P04, www.Vernimmen.net / 15/03/2012- 13 :30
- 20- سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص 27.
- 21- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 258-259.
- 22- نفس المرجع السابق، ص 258-259.
- 23- نفس المرجع السابق، ص 261، 262.
- 24- نفس المرجع السابق، ص 265.

25- BERTRAND JACQUILLAT, BRUNO SOLNIK, marchés financiers, DUNOD, Paris, 1997, p 89.

26- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 268، 269.

27- نفس المرجع السابق ، ص 269، 270.

28- نفس المرجع السابق ، ص 269، 270.